

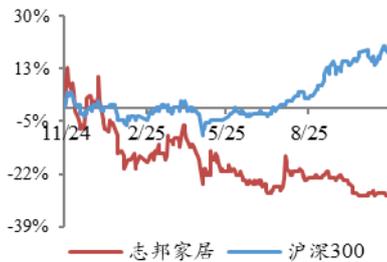
25Q3 业绩承压，积极拓展海外业务

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-03

收盘价(元)	9.26
近12个月最高/最低(元)	15.81/9.07
总股本(百万股)	434
流通股本(百万股)	434
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	40
流通市值(亿元)	40

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1.25H1 整体业绩承压，海外业务高速增长 2025-08-28

2.25Q1 降幅收窄，积极推动品牌出海 2025-05-06

3.志邦家居：以旧换新政策持续受益，构建整家一体化能力 2025-03-08

主要观点：

● 事件：公司发布 2025 年第三季度报告

公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 30.74 亿元，同比下降 16.36%；实现归母净利润 1.73 亿元，同比下降 34.94%。单季度来看，2025 年第三季度实现营业收入 11.74 亿元，同比下降 19.73%；实现归母净利润 0.35 亿元，同比下降 70.09%。

● 大宗业务明显承压，积极拓展海外业务

2025 年前三季度，分产品来看，整体厨柜/定制衣柜/木门/其他分别实现营业收入 10.56/14.07/3.89/2.22 亿元，同比-36.47%/-6.48%/+62.01%/-17.42%；毛利率分别为 38.82%/37.75%/20.69%/14.04%，同比-2.76/-0.01/-0.08/-2.53pct。分渠道来看，零售业务/大宗业务/海外业务/其他分别实现营业收入 20.05/6.30/2.17/2.22 亿元，同比-7.57%/-43.03%/+65.00%/-17.42%；毛利率分别为 37.73%/33.25%/25.64%/14.04%，分别-2.51/-3.24/+0.77/-2.53pct。截至 2025 第三季度末，公司整体橱柜/定制衣柜/木门/直营门店数量分别为 1275/1399/978/33 家，较 2024 年末分别变动-164/-236/-8/-1 家。

● 市场价格竞争激烈，盈利能力承压

2025 年前三季度公司毛利率为 34.24%，同比-2.58pct；销售/管理/研发/财务费用率为 17.38%/6.4%/5.24%/0.35%，同比-0.02/+0.27/-0.36/+0.29pct；归母净利率为 5.63%，同比-1.61pct。2025 年第三季度公司毛利率为 31.46%，同比-5.58pct；销售/管理/研发/财务费用率为 17.00%/6.43%/4.88%/0.52%，同比-1.22/+1.33/-0.33/+0.22pct；归母净利率为 2.99%，同比-5.03pct。

● 投资建议

公司稳步推进大家居战略，基本盘厨柜业务稳定增长，衣柜、木门业务处在快速发展期，规模效应有望驱动衣柜、木门毛利率提升；大宗渠道变中求进稳中求新，经销渠道积极布局华南市场，清远基地投产有望贡献明显收益，并持续进行渠道下沉，推动融合门店落地。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 45.19/49.6/53.39 亿元（前值为 48.64/52.70/56.33 亿元），分别同比变化-14.1%/+9.8%/+7.6%；归母净利润分别为 2.51/2.93/3.35 亿元（前值为 3.70/4.15/4.55 亿元），分别同比变化-35.0%/+17.1%/+14.3%；EPS 分别为 0.58/0.68/0.77 元，对应 PE 分别为 16.05/13.71/12.00 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

经济波动带来的风险，房地产市场风险，市场竞争加剧的风险，原材料价格波动的风险，经销商管理风险，应收账款、应收票据、合同资产无法收回的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5258	4519	4960	5339
收入同比 (%)	-14.0%	-14.1%	9.8%	7.6%
归属母公司净利润	385	251	293	335
净利润同比 (%)	-35.2%	-35.0%	17.1%	14.3%
毛利率 (%)	36.3%	34.8%	34.7%	34.5%
ROE (%)	11.3%	7.0%	8.0%	8.9%
每股收益 (元)	0.89	0.58	0.68	0.77
P/E	14.40	16.05	13.71	12.00
P/B	1.64	1.13	1.10	1.07
EV/EBITDA	7.65	7.60	6.37	5.37

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2025 年 11 月 3 日收盘价计算)

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3289	2708	2968	3264	营业收入	5258	4519	4960	5339
现金	799	632	798	995	营业成本	3351	2946	3241	3497
应收账款	306	181	190	205	营业税金及附加	61	50	55	59
其他应收款	88	85	86	94	销售费用	854	759	823	876
预付账款	55	47	50	56	管理费用	281	262	278	288
存货	252	179	144	135	财务费用	-2	5	8	6
其他流动资产	1788	1583	1700	1779	资产减值损失	-77	-40	-40	-40
非流动资产	3426	3592	3676	3733	公允价值变动收益	11	0	0	0
长期投资	177	177	177	177	投资净收益	5	5	5	5
固定资产	1634	1736	1823	1888	营业利润	417	265	310	357
无形资产	280	296	310	326	营业外收入	9	8	8	8
其他非流动资产	1335	1383	1366	1342	营业外支出	7	5	5	5
资产总计	6715	6300	6644	6997	利润总额	420	268	313	360
流动负债	3020	2449	2699	2945	所得税	34	17	20	25
短期借款	249	249	249	249	净利润	385	251	293	335
应付账款	717	530	592	672	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2054	1669	1858	2024	归属母公司净利润	385	251	293	335
非流动负债	295	282	282	282	EBITDA	688	506	578	648
长期借款	155	155	155	155	EPS (元)	0.89	0.58	0.68	0.77
其他非流动负债	141	127	127	127					
负债合计	3315	2730	2980	3227					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	437	434	434	434					
资本公积	656	656	656	656					
留存收益	2307	2479	2573	2680					
归属母公司股东权益	3399	3569	3663	3771					
负债和股东权益	6715	6300	6644	6997					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	491	333	716	775
净利润	385	251	293	335
折旧摊销	216	233	257	283
财务费用	2	17	17	17
投资损失	-9	-5	-5	-5
营运资金变动	-150	-199	95	87
其他经营现金流	582	485	257	306
投资活动现金流	-212	-373	-334	-332
资本支出	-255	-305	-334	-338
长期投资	-139	0	0	0
其他投资现金流	182	-68	0	5
筹资活动现金流	-162	-125	-217	-245
短期借款	119	0	0	0
长期借款	31	0	0	0
普通股增加	0	-2	0	0
资本公积增加	-14	0	0	0
其他筹资现金流	-297	-123	-217	-245
现金净增加额	120	-166	165	197

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-14.0%	-14.1%	9.8%	7.6%
营业利润	-32.6%	-36.6%	17.2%	15.2%
归属于母公司净利润	-35.2%	-35.0%	17.1%	14.3%
获利能力				
毛利率 (%)	36.3%	34.8%	34.7%	34.5%
净利率 (%)	7.3%	5.5%	5.9%	6.3%
ROE (%)	11.3%	7.0%	8.0%	8.9%
ROIC (%)	11.2%	6.4%	7.3%	8.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	49.4%	43.3%	44.9%	46.1%
净负债比率 (%)	97.5%	76.5%	81.4%	85.6%
流动比率	1.09	1.11	1.10	1.11
速动比率	0.59	0.61	0.62	0.64
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.69	0.77	0.78
应收账款周转率	19.83	18.57	26.73	26.99
应付账款周转率	5.12	4.72	5.78	5.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.89	0.58	0.68	0.77
每股经营现金流	1.13	0.77	1.65	1.78
每股净资产	7.79	8.22	8.43	8.68
估值比率				
P/E	14.40	16.05	13.71	12.00
P/B	1.64	1.13	1.10	1.07
EV/EBITDA	7.65	7.60	6.37	5.37

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 11 月 3 日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。